

La position extérieure du Canada : avantages et vulnérabilités potentielles

Gabriel Bruneau, Maxime Leboeuf et Guillaume Nolin

- Au cours des dernières décennies, les positions extérieures ont progressé plus rapidement que le produit intérieur brut (PIB), tant au Canada qu'à l'échelle mondiale. Cette hausse est le résultat d'une croissance considérable des flux de capitaux bruts entre les pays.
- Une plus grande intégration financière mondiale est avantageuse et importante pour le Canada, en partie parce que l'accès aux marchés financiers mondiaux peut aider à atténuer les répercussions des chocs économiques négatifs. Les effets de valorisation ont contribué à amortir les contrecoups du choc des prix du pétrole de 2014-2015 sur l'économie canadienne.
- Dans certaines circonstances, toutefois, les entrées de capitaux étrangers peuvent également faciliter l'augmentation des vulnérabilités intérieures, comme un endettement élevé. Les chocs qui accroissent l'incertitude ou l'aversion au risque peuvent déclencher un renversement déstabilisateur de ces entrées de capitaux étrangers.
- La position extérieure actuelle du Canada est typique d'une économie avancée et continuera sans doute à agir comme stabilisateur économique. La forte croissance des investissements de portefeuille en titres d'emprunt depuis la crise financière mondiale de 2008-2009 justifie cependant une surveillance et une analyse continues.

Introduction

Les liens économiques et financiers internationaux sont d'importants déterminants du niveau d'activité et de revenu d'une économie ainsi que de sa stabilité financière. Ces liens sont particulièrement importants pour l'économie canadienne et d'autres économies ouvertes, qui dépendent du commerce international et de l'accès aux marchés de capitaux internationaux.

La position extérieure rend compte des liens financiers internationaux d'un pays. Elle indique la valeur et la composition des actifs étrangers qui appartiennent aux résidents d'un pays (l'actif extérieur) et des actifs nationaux qui appartiennent à des étrangers (le passif extérieur), qui peuvent prendre la forme d'investissements directs étrangers (IDE), d'investissements

Encadré 1

Principales définitions

Position extérieure nette (PEN)

La position extérieure nette (*PEN*) d'un pays est la différence entre la valeur de l'actif extérieur (*A*) et celle du passif extérieur (*P*) de ce pays :

$$PEN = A - P$$

Le pays dont la *PEN* est positive (négative) est un créancier (débiteur) net envers le reste du monde.

Le compte courant (*CC*) est composé de la balance commerciale (c.-à-d. les exportations nettes de biens et de services), qui est habituellement sa composante la plus importante, et des revenus nets de placement (*RNP*) primaires et secondaires, qui comprennent les paiements d'intérêts, les dividendes, les salaires et les impôts :

$$CC = \text{Exportations} - \text{importations} + RNP$$

Le compte courant est financé au moyen du compte financier (*CF*), qui fait état de la variation nette des actifs nationaux appartenant à des étrangers et des actifs étrangers appartenant à des nationaux.

$$CC = -CF$$

Le compte financier présente les investissements directs étrangers (*IDE*), l'acquisition d'actions et de titres de créance et les variations des réserves officielles. En d'autres mots, il est la mesure des flux nets de capitaux. Le compte

courant et le compte financier sont les deux composantes les plus importantes de la balance des paiements.

Les variations de la *PEN* peuvent s'expliquer par le compte financier du pays, les effets de valorisation (ΔVAL) et certains autres ajustements négligeables :

$$\Delta PEN = CF + \Delta VAL + \text{autres}$$

Les variations de valorisation peuvent être attribuables aux mouvements des taux de change, lesquels influent sur la valeur de l'actif et du passif extérieurs en monnaie nationale, ou aux mouvements des prix des actifs (Encadré 2).

Flux nets et bruts

Les variations de l'actif et du passif extérieurs au fil du temps peuvent être liées en partie aux flux financiers bruts et nets. Les flux financiers bruts sont les achats et les ventes d'actifs et de passifs extérieurs, alors que les flux financiers nets représentent la différence entre les achats et les ventes, ce qui correspond au solde du compte financier. Pour faire une analogie avec le commerce, les flux bruts sont aux flux nets ce que les exportations et les importations totales sont à la balance commerciale. Par exemple, si des Canadiens achètent pour 1 \$ d'actifs étrangers et que des étrangers achètent pour 1 \$ d'actifs canadiens, l'actif et le passif extérieurs augmentent chacun de 1 \$ (flux bruts), mais le flux net est de zéro.

de portefeuille en actions et en titres d'emprunt ainsi que d'autres types d'actifs, comme les prêts et les dépôts. Surveiller l'évolution de la position extérieure au fil du temps permet de suivre les flux financiers bruts et nets (Encadré 1).

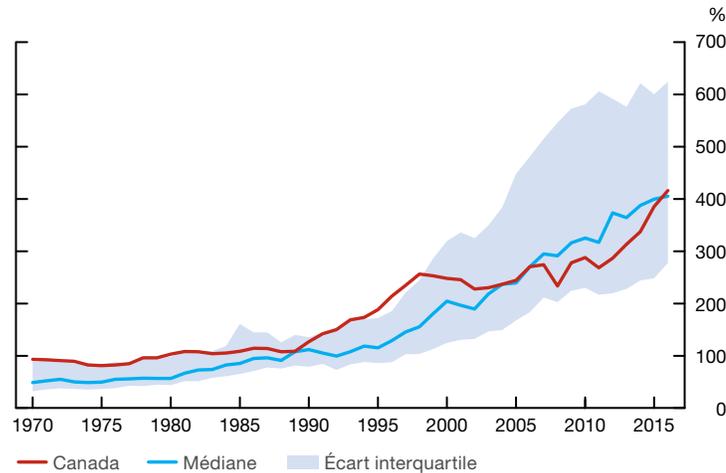
Lors de la plupart des chocs économiques intérieurs défavorables, la position extérieure agit comme stabilisateur, les flux financiers étrangers et les effets de valorisation aidant à atténuer les contrecoups sur la consommation et l'investissement. Cela dit, les entrées de capitaux étrangers peuvent également faciliter l'augmentation des vulnérabilités du système financier, en provoquant une hausse de l'endettement, par exemple. En outre, les chocs qui accroissent l'incertitude ou l'aversion au risque peuvent mener à un renversement de ces entrées, qui est susceptible d'amplifier l'incidence des chocs initiaux. Nous analysons l'évolution de la position extérieure du Canada depuis la crise financière mondiale de 2008-2009 et constatons que, si son rôle stabilisateur est encore notable, certaines vulnérabilités potentielles se dessinent.

Les positions extérieures se sont nettement accrues

Les positions extérieures ont augmenté rapidement au cours des dernières décennies et se situent à des niveaux historiquement élevés dans de nombreuses économies avancées, selon le ratio de l'actif et du passif extérieurs

Graphique 1 : Les positions extérieures ont crû rapidement au Canada et ailleurs dans le monde

Somme de l'actif et du passif extérieurs en pourcentage du PIB aux prix du marché, données annuelles



Nota : La médiane est fondée sur les données des 35 pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques.

Sources : Fonds monétaire international, Lane et Milesi-Ferretti (2007) et Organisation de coopération et de développement économiques

Dernière observation : 2016

au produit intérieur brut (PIB) (Graphique 1). L'ouverture accrue aux échanges, la libéralisation financière et la réduction du coût des investissements internationaux ont contribué à la croissance des positions extérieures des économies avancées. Cette intégration financière plus forte a présenté des avantages considérables pour l'économie mondiale, notamment une capacité beaucoup plus grande de diversification du risque¹.

La croissance des positions extérieures persiste depuis la fin de la crise financière mondiale, bien que le commerce international et les activités bancaires transfrontières en proportion de l'économie mondiale soient demeurés stables. Ce constat donne à penser que l'intégration transfrontière des marchés financiers se poursuit, même si l'intégration a plafonné après la crise dans le reste de l'économie mondiale et le système bancaire.

Après une période de stagnation relative qui a précédé la crise financière mondiale, la position extérieure du Canada s'est nettement accrue en proportion du PIB, et s'établit maintenant près de la médiane des pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Cette croissance s'explique en partie par la vigueur relative de l'économie et du système financier du Canada dans le sillage de la crise, qui a été favorable aux investissements des entreprises et des ménages canadiens à l'étranger et a rendu les actifs canadiens plus attrayants pour les investisseurs étrangers.

La position extérieure comme force stabilisatrice

La position extérieure nette d'un pays — la différence entre l'actif et le passif extérieurs — joue un rôle prépondérant dans les ajustements aux chocs économiques. Elle représente la portion extérieure de la richesse nette d'un pays. Les variations de la position extérieure nette sont dictées

¹ Voir Lane (2016) pour une analyse plus poussée des tendances, avantages et inconvénients de la mondialisation financière.

par la balance des paiements et les effets de valorisation (**Encadré 1**). Ces deux facteurs sont d'importants stabilisateurs en période de chocs négatifs intérieurs.

Pour les économies ouvertes qui ont adopté un régime de changes flottants, la balance des paiements aide à atténuer les répercussions des chocs économiques. Par exemple, l'incidence d'un choc de demande négatif temporaire sur les dépenses globales peut être atténuée par les emprunts de l'étranger. Dans une telle situation, l'investissement intérieur dépasserait l'épargne intérieure, ce qui créerait un déficit du compte courant.

Bien que les déficits du compte courant (et les excédents du compte financier avec lesquels ils vont de pair) sont souvent temporaires, ils peuvent persister pendant une période prolongée en raison de facteurs structurels. Les différences observées entre les pays concernant les caractéristiques démographiques, la croissance de la productivité et la préférence temporelle (le degré de patience des investisseurs), par exemple, peuvent expliquer pourquoi le solde des comptes courants varie d'un pays à l'autre.

Toutes choses étant égales par ailleurs, les déficits persistants du compte courant sont généralement plus viables s'ils coïncident avec des investissements productifs. En d'autres mots, les déficits du compte courant peuvent accroître la capacité d'un pays de générer des revenus futurs. Pour illustrer ce principe, examinons la période allant de la Confédération jusqu'à la Première Guerre mondiale : au cours de cette période, le Canada a accusé des déficits du compte courant importants et persistants, qui ont aidé à financer l'industrialisation rapide du pays.

Lorsque la position extérieure est de petite taille, la somme cumulative des soldes du compte courant suit de très près la position extérieure nette. Toutefois, lorsque l'actif et le passif extérieurs sont importants, comme c'est le cas actuellement, les effets de valorisation peuvent influencer fortement sur l'évolution de la position extérieure nette. Durant la crise financière mondiale, des changements marqués dans la valeur de l'actif et du passif extérieurs de différents pays ont provoqué des effets de richesse considérables et rapides entre les pays². C'est pourquoi la taille et la composition des flux financiers bruts ont fait l'objet d'une surveillance accrue ces dernières années³.

À l'instar de la balance des paiements, les effets de valorisation peuvent faire office de mécanisme stabilisateur. On distingue deux catégories d'effets de valorisation : les gains (pertes) en capital et les mouvements des taux de change (voir les définitions à l'**Encadré 2**).

Premièrement, le passif extérieur permet de répartir les pertes en capital qui suivent un choc, ce qui constitue un avantage de la diversification internationale des portefeuilles. Lorsqu'une économie est frappée par un important choc de demande négatif, la valeur des actifs nationaux baisse, et les propriétaires de ces actifs essuient des pertes en capital. Les résidents de ce pays subissent ainsi un effet de richesse négatif. Cependant, les propriétaires étrangers d'actifs nationaux partagent de fait les pertes en capital sur

² Gourinchas, Rey et Truempner (2012) estiment les effets de valorisation sur les positions extérieures bilatérales en actions, en investissements directs et en investissements de portefeuille en titres d'emprunt au plus fort de la crise afin d'établir quels pays ont réalisé un gain et lesquels ont inscrit une perte dans leur position extérieure.

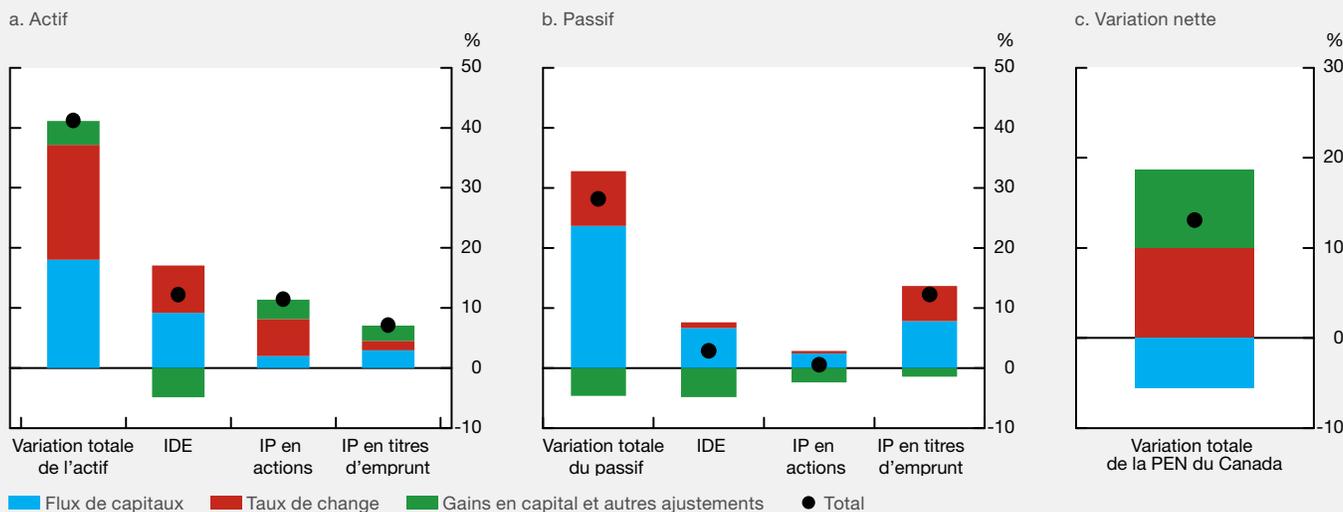
³ Pour en savoir plus, voir, par exemple, Forbes, Hjortsoe et Nenova (2016), ainsi que Obstfeld (2012). En particulier, Obstfeld (2012) affirme que les déséquilibres marqués du compte courant, quoique bien accueillis et fort probablement justifiés par les facteurs fondamentaux, peuvent également signaler des tensions macroéconomiques et financières élevées.

Encadré 2

Les effets de valorisation durant le récent choc pétrolier

Graphique 2-A : Les variations des gains en capital et les mouvements des taux de change ont accru la position extérieure nette du Canada durant le choc pétrolier

Variation cumulée depuis 2014T2 en pourcentage du PIB aux prix du marché, données trimestrielles



Nota : IDE signifie « investissements directs étrangers », PEN « position extérieure nette », et IP « investissements de portefeuille ».

Sources : Bénétrix, Lane et Shambaugh (2015), Fonds monétaire international, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2016T2

Les effets de valorisation ont agi comme un stabilisateur après la chute des prix du pétrole en 2014-2015, en contribuant à atténuer l'incidence de l'effet de richesse défavorable du choc sur l'économie et le système financier du Canada. À des fins d'illustration, nous décomposons les variations de l'actif et du passif extérieurs du Canada en flux nets de capitaux et en effets de valorisation. À leur tour, ces derniers peuvent être décomposés en gains (ou pertes) en capital et en mouvements des taux de change¹:

- Les flux nets de capitaux expriment les variations de la position extérieure (PE) qui résultent de l'achat ou de la vente d'actifs et de passifs extérieurs. Ils correspondent au solde du compte financier.
- Les gains (ou pertes) en capital reflètent les variations de la valeur des actifs financiers, à l'exception de l'incidence des mouvements des taux de change.
- Les mouvements des taux de change traduisent les variations de la valeur de la PE du Canada résultant strictement des fluctuations de la monnaie.

La position extérieure nette (PEN) du Canada en proportion du produit intérieur brut (PIB) s'est accrue de plus de 10 %

¹ Les variations sont calculées dans une perspective comptable. La contribution des mouvements des taux de change est approximée en utilisant les devises des principales catégories de l'actif et du passif étrangers provenant de Bénétrix, Lane et Shambaugh (2015). Les gains en capital correspondent à la composante résiduelle, après la prise en compte des variations attribuables aux flux nets de capitaux et aux mouvements des taux de change. Les effets dynamiques (c.-à-d. l'influence dynamique du taux de change sur les flux de capitaux) ne sont pas pris en considération.

depuis le deuxième trimestre de 2014, ce qui illustre l'effet stabilisateur des mouvements des taux de change et des variations des gains en capital (Graphique 2-A). Après le choc des prix du pétrole, la valeur du passif extérieur du Canada a augmenté moins que celle de son actif extérieur, ce qui a entraîné une augmentation nette de la PEN.

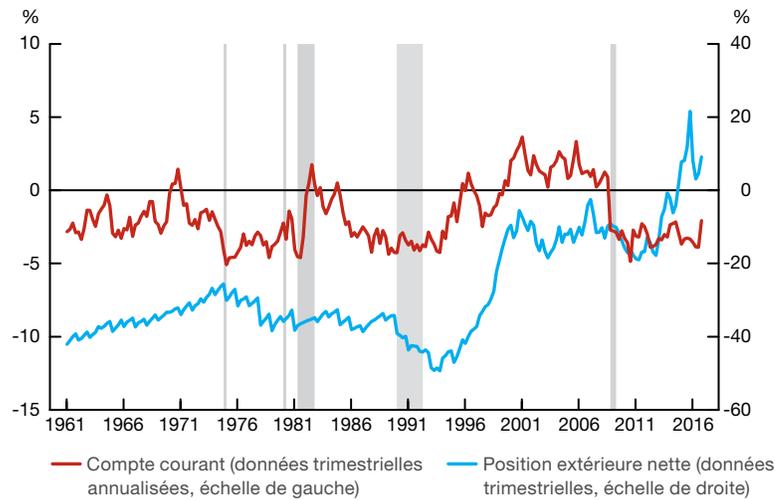
D'abord, les entrées nettes de capitaux ont freiné la croissance de la PEN, en partie en raison du recul des exportations de pétrole et de la détérioration connexe de la balance commerciale du Canada.

Toutefois, l'amélioration de la PEN a été principalement attribuable aux gains en capital. La valeur du passif extérieur a baissé, en raison de l'effet défavorable marqué du choc pétrolier sur les actifs canadiens. Parallèlement, la valeur de l'actif extérieur s'est légèrement accrue, ce qui a fait ressortir que les investissements à l'étranger ont semblé ne s'être à peu près pas ressentis du choc. Cette dynamique met en évidence les avantages des flux de capitaux internationaux et de l'intégration financière.

L'affaiblissement du dollar canadien a également contribué à soutenir la PEN. Toutes choses étant égales par ailleurs, grâce à la baisse du dollar canadien, l'augmentation de la valeur de l'actif extérieur du Canada a été supérieure à celle du passif extérieur. Ce phénomène tient au fait que la majeure partie de l'actif extérieur du Canada était libellée en devises, tandis que celle du passif extérieur était libellée en dollars canadiens.

Graphique 2 : Les variations de la position extérieure nette du Canada ne s'expliquent pas par le solde du compte courant

En pourcentage du PIB aux prix du marché



Nota : Les zones ombrées représentent les récessions au Canada.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2016T4

ces actifs avec les résidents du pays. Il en résulte une baisse de la valeur du passif extérieur. Si la valeur des actifs extérieurs des résidents n'est pas touchée ou est moins touchée par le choc, la position extérieure nette s'améliore, et les répercussions du choc initial sur la richesse s'atténuent.

Deuxièmement, les effets de valorisation imputables aux mouvements des taux de change engendrent généralement une amélioration de la position extérieure nette des économies avancées à la suite d'un choc entraînant une dépréciation de leur monnaie nationale. Cette situation tient au fait que, dans la plupart des économies avancées, le passif extérieur est en grande partie libellé dans la monnaie nationale, tandis que l'actif extérieur est libellé en devises. Si la monnaie nationale se déprécie, la valeur en monnaie nationale de l'actif extérieur augmentera donc davantage que celle du passif, ce qui accroîtra la position extérieure nette et atténuera les contrecoups sur l'économie intérieure.

L'expérience canadienne montre que les effets de valorisation sont un facteur déterminant de la position extérieure nette. Durant la majeure partie de son histoire récente, à l'exception des années qui ont précédé la crise financière mondiale, le Canada a affiché un déficit persistant de son compte courant (Graphique 2). Toutefois, les excédents du compte courant n'expliquent pas vraiment l'amélioration marquée de la position extérieure nette à la fin des années 1990 et depuis 2013. Ces deux épisodes d'amélioration ont coïncidé avec des chocs de grande ampleur touchant l'économie canadienne et une dépréciation du dollar canadien. Cette dépréciation s'est traduite par des effets de valorisation favorables. L'Encadré 2 analyse plus en détail la manière dont les effets de valorisation ont contribué à atténuer l'incidence du choc des prix du pétrole de 2014-2015 sur l'économie canadienne.

La présente analyse des effets de valorisation a porté jusqu'ici sur le comportement de la position extérieure au niveau global dans l'éventualité d'un choc intérieur. Il ne faut surtout pas oublier que la position extérieure représente l'ensemble des bilans extérieurs d'un grand nombre de secteurs

et d'entreprises⁴. Les répercussions des effets de valorisation sur le bilan d'agents ou de secteurs particuliers peuvent varier fortement, tant en ce qui concerne leur orientation que leur ampleur, ce qui peut aussi avoir des implications pour la stabilité financière⁵. Malheureusement, il est difficile d'effectuer une analyse sectorielle approfondie de la position extérieure en raison des lacunes considérables dans les données, tant au Canada qu'à l'étranger.

Les vulnérabilités relatives à la position extérieure

Bien que le compte courant et les effets de valorisation agissent souvent comme stabilisateurs, l'histoire révèle que, dans certaines circonstances, ils peuvent aussi faire office d'amplificateurs de chocs. Les flux de capitaux qu'ils mesurent peuvent contribuer à l'augmentation des vulnérabilités du système financier. De plus, les chocs qui exacerbent l'incertitude ou l'aversion au risque peuvent provoquer un renversement des flux financiers susceptible d'amplifier ces chocs.

Selon de récentes recherches, le fait de se concentrer sur les niveaux et les flux agrégés peut occulter d'importants renseignements⁶. Ci-après, nous examinons les données désagrégées sur le niveau et la composition des flux de capitaux, des éléments essentiels qui permettent de comprendre les vulnérabilités connexes du système financier.

L'augmentation des vulnérabilités

Cette expérience passée qu'ont connue les économies avancées montre que les déficits du compte courant s'accompagnent d'une augmentation des vulnérabilités du système financier dans certaines circonstances. Plus particulièrement, les données empiriques font ressortir un lien entre les entrées de capitaux et les envolées des prix des actifs (prix de l'immobilier, cours des actions, etc.)⁷. En effet, des entrées massives de capitaux, conjuguées aux imperfections du marché financier (p. ex., une asymétrie de l'information pouvant déboucher sur l'antisélection ou des anticipations extrapolatives), peuvent entraîner une hausse du crédit et des prix des actifs qui s'autoalimente. Ces entrées mèneraient par conséquent à une mauvaise affectation des ressources et à des déséquilibres macroéconomiques.

Sur le plan conceptuel, un des moyens de comprendre le lien entre les envolées des prix des actifs et les entrées massives de capitaux est de partir de l'idée que la capacité d'emprunt d'une économie est fonction de la valeur de son actif⁸. Un afflux de capitaux accentue la demande d'actifs nationaux; si l'offre de ces actifs était fixe à court terme, les flux de capitaux entrants pourraient en faire croître les prix. Cette situation serait susceptible à son tour de faire monter la limite de crédit de l'économie du fait d'un accroissement de la valeur des actifs donnés en garantie. Les entrées de capitaux induiraient également une appréciation de la monnaie nationale, qui s'accompagnerait d'une accélération de la croissance du crédit⁹. Le fait d'assouplir les limites de crédit qui contraignent les emprunts intérieurs peut alors provoquer une

⁴ Le regroupement des pays, des zones monétaires et des unités décisionnelles (entreprises et ménages) peut être trompeur, comme l'expliquent Avdjiev, McCauley et Shin (2016).

⁵ Voir Forbes, Hjortsoe et Nenova (2016) pour une analyse exhaustive du rôle joué par les effets de valorisation durant les chocs mondiaux.

⁶ Voir, par exemple, Olaberría (2012), ainsi que Jara et Olaberría (2013).

⁷ Voir, par exemple, Kim et Yang (2009) pour la Corée, ainsi que Jara et Olaberría (2013) pour le Danemark.

⁸ Ce constat est lié à la notion d'accélérateur financier (voir Bernanke, Gertler et Gilchrist, 1999, et Iacoviello, 2005).

⁹ Pour en savoir plus sur le canal de prise de risque de l'appréciation de la monnaie, voir Bruno et Shin (2015).

envolée des prix des actifs par un processus qui s'autoalimente : la hausse des prix des actifs favorise la multiplication des emprunts et les nouvelles entrées de capitaux, de sorte que les prix montent encore.

Cependant, la solidité de ce lien varie selon le pays. Elle dépend de la profondeur des marchés financiers intérieurs, du degré de réglementation et de supervision financières, de la qualité des institutions et du type de régime de change¹⁰. C'est ce qui explique peut-être pourquoi les économies émergentes sont plus susceptibles que les économies avancées de subir un accroissement des vulnérabilités attribuable à des entrées massives de capitaux.

Outre leur taille, la composition des flux de capitaux entrants importe. Les entrées de capitaux peuvent exacerber les asymétries de liquidité et d'échéances au sein du système financier. Le type d'instrument financier compte également : par exemple, les entrées attribuables aux investissements de portefeuille en titres d'emprunt risquent davantage d'aggraver les mouvements des prix des actifs et de favoriser l'octroi de prêts à risque¹¹. Des entrées massives de capitaux étrangers canalisées vers les titres d'emprunt peuvent accroître nettement le risque d'envolée des prix des actifs, comparativement à la situation où les entrées de capitaux sont concentrées dans les investissements directs étrangers¹². Les investissements directs étrangers s'entendent d'importantes participations dans les capitaux propres; l'acquisition ou la vente d'importantes participations sont normalement associées à des coûts de transaction plus élevés par rapport à celles de petits montants de titres. Ces coûts supérieurs rendent les investisseurs plus enclins à évaluer correctement la valeur de leurs actifs, ce qui réduit la possibilité de mauvaise affectation des ressources¹³.

Enfin, toutes choses étant égales par ailleurs, les entrées massives de capitaux étrangers canalisées vers les titres d'emprunt poussent les taux d'intérêt intérieurs vers le bas (Warnock et Warnock, 2009; Ahmed et Zlate, 2014)¹⁴. Par suite du rééquilibrage de portefeuilles, les entrées massives de capitaux toucheraient probablement d'autres taux d'intérêt intérieurs. Ce mécanisme peut exacerber les mouvements des prix des actifs et favoriser l'octroi de prêts. Par contre, un renversement rapide de ces flux ferait augmenter le coût des emprunts par la hausse des primes de risque¹⁵.

Composition de la position extérieure et renversements

Les investisseurs étrangers peuvent souffrir d'un désavantage par rapport aux investisseurs nationaux sur le plan de l'information et être donc plus enclins à se retirer rapidement du marché lorsque l'incertitude et l'aversion

¹⁰ Magud et Vesperoni (2014) constatent que les pays dotés d'un régime de changes flottants sont moins touchés par les effets d'un renversement rapide des flux que ceux qui appliquent un régime de changes fixes. Ils n'en sont pas entièrement protégés pour autant : un recul de la croissance du crédit à la suite d'un renversement y est plus modeste, mais plus persistant.

¹¹ Voir Aoki, Benigno et Kiyotaki (2009).

¹² Voir, entre autres, Krugman (2000a, 2000b), Reinhart et Reinhart (2009), Reinhart et Rogoff (2009), Olaberria (2012), ainsi que Avdjiev, Binder et Sousa (2017).

¹³ Korinek (2010) corrobore l'hypothèse selon laquelle la composition importe en montrant les différences d'ampleur des externalités créées par les divers types d'entrées de capitaux. Plus particulièrement, il avance que les IDE n'imposent aucune externalité, car ces investissements restent souvent dans le pays lorsque survient une crise financière.

¹⁴ En particulier, Ahmed et Zlate (2014) estiment que les entrées nettes sont devenues plus sensibles aux écarts de taux d'intérêt après la crise financière mondiale. Dans le cas du Canada, Feunou et autres (2015) concluent que des flux étrangers de 150 milliards de dollars investis dans des titres d'emprunt fédéraux se sont traduits par une baisse du rendement des obligations du Canada à 10 ans de 100 points de base entre 2009 et 2012.

¹⁵ Banque du Canada, *Revue du système financier*, décembre 2016.

au risque augmentent¹⁶. Par exemple, un pays qui reçoit un afflux de capitaux parce qu'il est perçu comme financièrement stable pourrait être vulnérable aux sorties rapides de capitaux si la solvabilité de son gouvernement, de ses institutions financières ou de ses entreprises privées devait subitement être remise en question. La vulnérabilité d'un système financier à une hausse marquée de l'incertitude ou de l'aversion au risque dépend d'un certain nombre de facteurs.

Premièrement, plus la part du passif total détenu par des étrangers dans une économie est grande, plus un renversement rapide des entrées de capitaux étrangers est susceptible d'entraîner une hausse des primes de risque. Un tel resserrement des conditions financières amplifie les répercussions du choc initial. Un renversement rapide des entrées de capitaux étrangers est une situation extrême dans le cas d'une économie avancée, mais des renversements plus lents ou une réduction du rythme des entrées peuvent avoir des effets similaires, quoique de moindre ampleur.

Deuxièmement, plus la proportion des investissements de portefeuille en titres d'emprunt est élevée, plus le système financier est vulnérable, toutes choses étant égales par ailleurs. Ce type de passif est assorti de paiements déterminés par contrat, tandis que les actions et les investissements directs étrangers sont des créances résiduelles sur les bénéficiaires, dont la valeur varie davantage par conséquent. Résultat, si un choc de demande négatif frappe l'économie intérieure, la valeur des investissements de portefeuille en titres d'emprunt extérieurs diminue moins que celle des actions ou des investissements directs étrangers. En outre, comme l'encours des titres d'emprunt est en grande partie fixe à court terme, si un renversement rapide des flux étrangers se produisait, les primes de risque intérieures monteraient et les conditions du crédit se resserreraient, ce qui ferait augmenter les coûts de refinancement.

Troisièmement, les vulnérabilités créées par la dette peuvent être encore amplifiées par l'asymétrie des échéances. Le risque de refinancement, c'est-à-dire le risque que le coût de refinancement d'une dette existante augmente fortement à l'échéance de celle-ci, se produit en cas d'asymétrie des échéances entre les actifs et les passifs. Si ce risque existe à l'échelle des bilans individuels (ceux des entreprises du secteur privé par exemple), il se pose également au niveau global, auquel cas il devient un risque pour le système financier. Les actifs extérieurs ou intérieurs à long terme financés par des passifs étrangers à court terme peuvent générer des tensions de financement dans l'éventualité de sorties massives et rapides de capitaux, la dette à court terme arrivant à échéance plus rapidement et entraînant ainsi un risque de refinancement plus élevé.

Par exemple, dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale, les banques européennes ont accumulé de grandes quantités d'actifs américains par des achats de titres privés adossés à des créances hypothécaires (actif extérieur pour les pays européens). Ces achats effectués par les banques européennes ont été financés en partie par les banques américaines sous forme de financement de gros à court terme libellé en dollars américains (passif extérieur pour les pays européens)¹⁷. Durant la crise financière mondiale, l'exposition de ces banques aux États-Unis est devenue l'un des principaux vecteurs de contagion en Europe. Soulignons

¹⁶ Voir Broner et autres (2013) pour une analyse approfondie.

¹⁷ Voir Shin (2012).

que ces importantes expositions et asymétries de liquidité se sont constituées même si le compte courant entre de nombreux pays européens et les États-Unis était à peu près équilibré.

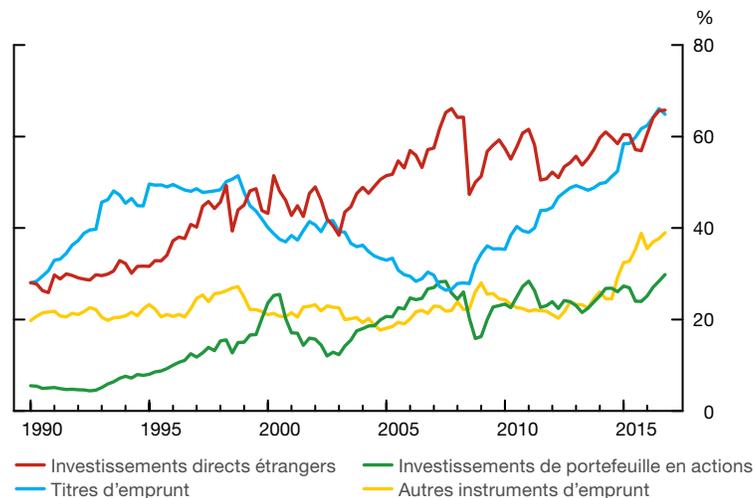
Enfin, la proportion du passif libellé en devises a également de l'importance, car la dépréciation de la monnaie alourdit le fardeau du service et du remboursement de la dette en devises. À l'heure actuelle, il s'agit d'un facteur préoccupant pour bon nombre de pays émergents, où une grande part de l'encours de la dette des gouvernements et des entreprises est libellée en dollars américains. Reconduire la dette peut aussi se révéler difficile si le financement de substitution libellé dans la monnaie nationale est plus coûteux.

Variations de la position extérieure du Canada

La position extérieure du Canada en termes de taille concorde en gros avec celle d'autres économies avancées (**Graphique 1**). Toutefois, entre la fin de 2008 et la fin de 2016, sa croissance a dépassé la médiane des pays de l'OCDE. En particulier, le passif extérieur a augmenté d'approximativement 75 % en proportion du PIB, soit environ trois fois plus que la croissance médiane dans les pays de l'OCDE au cours de cette période. L'augmentation relative du passif extérieur aurait été importante même si la croissance du PIB n'avait pas ralenti après la crise. Parmi les composantes du passif extérieur, les investissements de portefeuille en titres d'emprunt ont progressé de 33 %, les investissements directs étrangers de 16 %, les investissements de portefeuille en actions de 14 %, et les autres instruments d'emprunt (y compris le numéraire et les dépôts des non-résidents) de 13 %, en proportion du PIB (**Graphique 3**)¹⁸.

Graphique 3 : La part des titres d'emprunt dans le passif extérieur s'accroît

Valeur marchande du passif extérieur en pourcentage du PIB aux prix du marché, données trimestrielles



Nota : Les « autres instruments d'emprunt » comprennent les prêts, le numéraire et les dépôts.

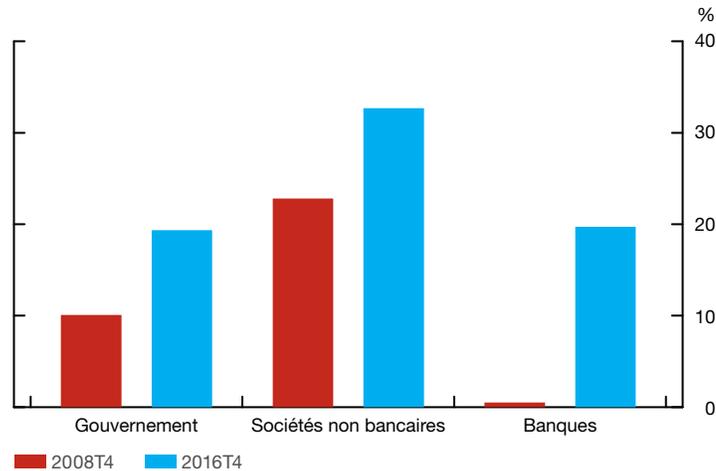
Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2016T4

¹⁸ Il convient de souligner que la valeur du numéraire et des dépôts détenus au Canada par des non-résidents a plus que doublé depuis 2012. Les conséquences de cette hausse pour la stabilité financière dépassent la portée du présent rapport.

Graphique 4 : La dette extérieure brute à long terme a augmenté dans tous les secteurs

Valeur marchande en pourcentage du PIB aux prix du marché



Nota : Les investissements à long terme sont composés essentiellement d'obligations et de billets à échéance de plus d'un an. La part des prêts est moindre et a à peine augmenté de 2009 à 2016. Les sociétés non bancaires correspondent aux « autres secteurs » selon la définition de Statistique Canada, laquelle englobe l'ensemble des secteurs à l'exception des banques, des autorités monétaires, des administrations publiques et des passifs d'investissement direct. Les banques comprennent les banques commerciales et les autres institutions de dépôt.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2016T4

Par conséquent, les investissements de portefeuille en titres d'emprunt au Canada ont atteint leur niveau le plus élevé en proportion du PIB depuis que la collecte de ces données a commencé, en 1990. La hausse a été généralisée, les titres d'emprunt extérieurs à long terme des gouvernements, des banques et des sociétés non bancaires ayant augmenté (**Graphique 4**)^{19, 20}. La part de l'encours des titres d'emprunt du gouvernement fédéral et des sociétés (financières et non financières) détenue par des étrangers a donc augmenté et dépassé les anciens sommets observés dans les années 1990 (**Graphique 5**).

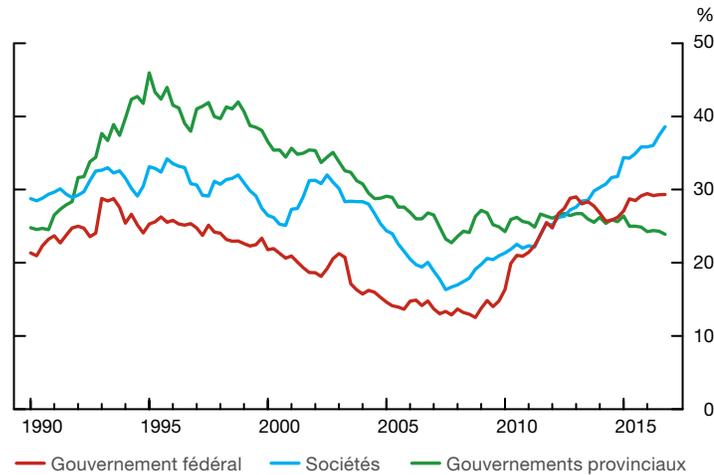
La hausse des investissements de portefeuille en titres d'emprunt s'explique principalement par trois facteurs. En premier lieu, la politique monétaire expansionniste menée par de nombreuses autres économies avancées, y compris le recours à des mesures non traditionnelles, a eu des retombées sur les actifs canadiens, qui offraient généralement de meilleurs rendements. En deuxième lieu, la stabilité perçue du système financier canadien a rendu les titres d'emprunt d'ici plus attrayants après la crise, notamment les titres des banques canadiennes et du gouvernement du Canada. Cette situation s'est produite alors que l'encours des titres d'emprunt d'État et de sociétés financières considérés comme sûrs reculait à l'échelle mondiale en raison des révisions à la baisse des notes de crédit. L'attrait exercé par les titres d'emprunt canadiens était particulièrement manifeste dans la

¹⁹ Nous excluons les titres d'emprunt à court terme pour deux raisons : 1) ils constituent une petite composante de l'ensemble des titres d'emprunt du gouvernement et des sociétés non financières; et 2) ceux du secteur bancaire comprennent la totalité du numéraire et des dépôts détenus au Canada par des non-résidents.

²⁰ Au cours de cette période au Canada, les plus gros volumes d'obligations libellées en dollars américains ont été émis par les sociétés des secteurs de la finance, du transport, des mines et de la fabrication. La hausse des titres d'emprunt extérieurs des sociétés était probablement concentrée aussi dans ces secteurs.

Graphique 5 : La part de l'encours des titres d'emprunt du gouvernement fédéral et de sociétés détenue par des étrangers a augmenté

Part de l'encours total détenue par des étrangers, valeur marchande, données trimestrielles



Nota : Les « sociétés » ne comprennent pas les entreprises publiques.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2016T4

demande venant des gestionnaires de réserves officielles, entre autres²¹. Enfin, l'encours des titres d'emprunt au Canada a solidement progressé pendant cette période en raison des investissements élevés dans le secteur des ressources, de la forte demande de prêts hypothécaires résidentiels et des déficits budgétaires des gouvernements fédéral et provinciaux.

Depuis la crise, des entrées massives de capitaux étrangers canalisées vers les titres d'emprunt ont peut-être contribué à faire baisser les coûts d'emprunt des ménages, des institutions financières, des entreprises et des gouvernements au Canada et favorisé l'accentuation des déséquilibres intérieurs. Tout d'abord, la baisse des taux hypothécaires à long terme a incité les ménages à emprunter et accru la demande de logements. De plus, cette demande était financée en partie par des achats étrangers d'obligations sécurisées émises par des institutions financières²², garanties par des prêts hypothécaires non assurés, et d'Obligations hypothécaires du Canada²³, garanties par des prêts hypothécaires assurés. L'augmentation des dépôts étrangers pourrait aussi avoir contribué à la croissance du financement hypothécaire. Ensuite, l'encours extérieur des titres d'emprunt de sociétés

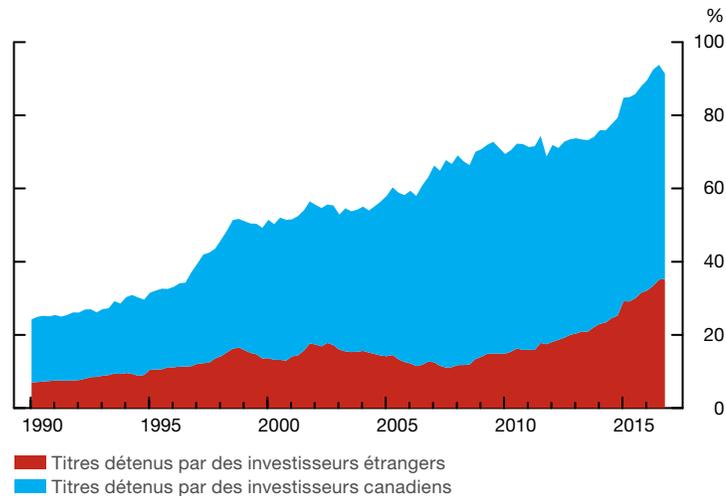
²¹ Pomorski, Rivadeneyra et Wolfe (2014).

²² La plupart des obligations sécurisées émises par les banques canadiennes sont libellées en monnaies autres que le dollar canadien. Au 28 février 2017, l'encours des obligations sécurisées s'élevait à 140 milliards de dollars canadiens; 50 % de ces obligations étaient libellées en euros et 32 % en dollars américains. En 2012, la *Loi nationale sur l'habitation* est devenue le cadre juridique régissant les obligations sécurisées au Canada; elle renferme diverses dispositions pour limiter leur taille et les risques qui leur sont liés. Notamment, la limite d'émission d'obligations sécurisées fixée par le Bureau du surintendant des institutions financières prévoit qu'au moment de l'émission, les obligations sécurisées ne peuvent constituer plus de 4 % du total de l'actif de l'institution de dépôts. Voir DBRS (2017).

²³ En 2016, 35 % des Obligations hypothécaires du Canada ont été vendues à des investisseurs étrangers. Voir Société canadienne d'hypothèques et de logement, *Obligations hypothécaires du Canada – Feuille d'information*, 15 mars 2017.

Graphique 6 : L'encours des titres d'emprunt de sociétés, dont une bonne partie a été acquise par des investisseurs étrangers, s'est accru

Valeur marchande des titres d'emprunt de sociétés en pourcentage du PIB, données trimestrielles



Nota : Les titres d'emprunt de sociétés ne comprennent pas ceux des entreprises publiques.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2016T4

au Canada a presque doublé en pourcentage du PIB depuis la crise²⁴. Par conséquent, les rendements inférieurs des obligations de sociétés ont contribué à stimuler la demande de crédit (Graphique 6).

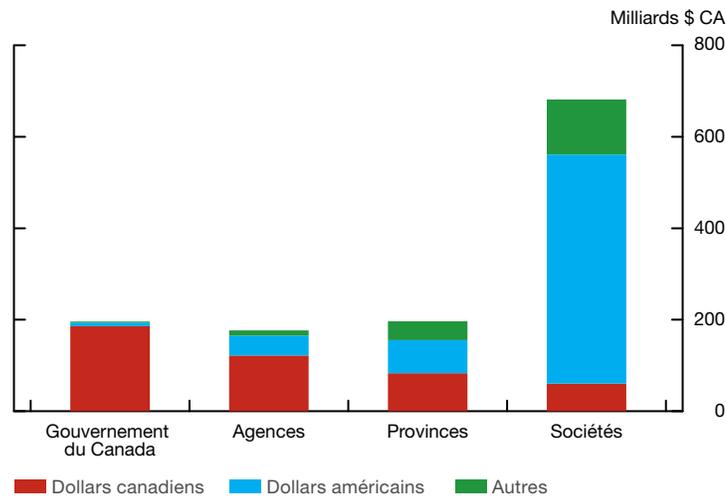
S'il se produisait un choc d'une ampleur susceptible d'amoin-drir la stabilité perçue du système financier canadien, les investisseurs étrangers pourraient réduire considérablement leurs avoirs en titres d'emprunt canadiens. Une telle réduction ferait augmenter les primes de risque, ce qui amplifierait les répercussions du choc initial. Ces sorties de capitaux pourraient avoir un effet marqué sur les taux d'intérêt intérieurs si elles étaient suffisamment importantes pour renverser l'effet des entrées de capitaux observées depuis la crise. Ces sorties de capitaux pourraient aussi influencer sur la liquidité du marché, surtout si l'on assistait à des ventes rapides de titres à revenu fixe.

De plus, les variations de la position extérieure du Canada depuis la crise financière mondiale ont peut-être réduit son potentiel de stabilisation. Premièrement, la taille relativement plus grande des investissements de portefeuille en titres d'emprunt, en proportion tant du crédit intérieur total que du passif extérieur total, accroît l'incidence que pourrait avoir un renversement de ces entrées de capitaux. Même si l'échéance de la dette extérieure a été prorogée ces dernières années, le montant de la dette qui arrive à échéance chaque année est plus important, ce qui accentue le risque de refinancement. En outre, étant donné la part grandissante des investissements de portefeuille en titres d'emprunt, la valeur du passif extérieur total diminuerait probablement moins durant un choc de demande globale qu'avant la crise.

²⁴ Soulignons que l'encours extérieur des titres d'emprunt de sociétés comprend la dette financière, qui englobe à son tour le financement de gros des banques. Cette situation pourrait avoir contribué indirectement à la croissance du crédit aux ménages. L'analyse réalisée par la Banque du Canada donne à penser que le levier financier des sociétés non financières demeure sous sa moyenne à long terme.

Graphique 7 : La composition par monnaie des avoirs étrangers en obligations canadiennes varie selon les secteurs

Valeur marchande selon le secteur de l'émetteur, février 2017



Nota : Le terme « agences » désigne les sociétés d'État des gouvernements fédéral et provinciaux.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2017

Deuxièmement, l'augmentation de la part des titres d'emprunt de sociétés dans le passif extérieur rend la composition par monnaie de la position extérieure du Canada légèrement moins favorable. Environ 90 % de tous les titres d'emprunt de sociétés canadiennes détenus par des étrangers sont libellés en devises, la plupart du temps en dollars américains (Graphique 7)²⁵. La majeure partie de la dette extérieure des gouvernements provinciaux est également libellée en devises, mais la dette du gouvernement fédéral est généralement libellée en dollars canadiens. En raison de la part croissante de titres d'emprunt de sociétés libellés en dollars américains dans le passif extérieur, une dépréciation du dollar canadien accroîtrait encore plus le fardeau de la dette qu'avant la crise financière mondiale. Ce risque est toutefois atténué lorsque l'augmentation de la dette libellée en devises s'explique par l'accroissement de l'activité à l'étranger des entreprises canadiennes, qui générerait des revenus en devises pour assurer le service de cette dette, plutôt que par le financement à l'étranger d'activités canadiennes²⁶. De fait, la valeur de l'actif des filiales étrangères de sociétés canadiennes a beaucoup augmenté ces dernières années, bien qu'il soit difficile d'évaluer si les entreprises qui accroissent leur présence à l'étranger sont les mêmes que celles qui souscrivent des emprunts en devises.

Conclusion

Les flux de capitaux internationaux ont généralement un effet stabilisateur, car ils permettent des différences entre l'épargne et l'investissement au sein des pays et contribuent ainsi à atténuer les répercussions des chocs économiques. Plusieurs caractéristiques de la position extérieure du Canada peuvent jouer un rôle stabilisateur. Par exemple, environ la moitié du passif

²⁵ L'attrait exercé à l'échelle mondiale par le marché des titres d'emprunt de sociétés libellés en dollars américains s'explique en partie par sa taille, la gamme de produits offerts et la profondeur du bassin d'investisseurs potentiels.

²⁶ Les entreprises qui financent leurs activités intérieures avec des devises pourraient se couvrir au moyen de swaps de devises. Cependant, un renversement rapide des flux de capitaux pourrait entraîner une détérioration du coût ou de l'accessibilité de ce mécanisme de couverture.

extérieur du Canada prend la forme d'actions et d'investissements directs étrangers, ce qui semble indiquer que les investisseurs étrangers absorberaient certains des chocs qui frapperaient l'économie canadienne. Par ailleurs, une bonne part du passif extérieur du Canada est libellée en dollars canadiens, tandis que l'actif est en grande partie libellé en devises. Outre les avantages qu'elle présente pour la balance commerciale, cette composition signifie qu'une dépréciation du dollar canadien améliore la position extérieure nette.

Les entrées massives de capitaux étrangers sous forme d'investissements de portefeuille en titres d'emprunt canadiens observées ces dernières années pourraient soulever des inquiétudes. Ces entrées ont peut-être facilité l'augmentation des vulnérabilités du système financier et peuvent amplifier les chocs économiques en période d'incertitude ou d'aversion au risque accrue. Bien que la dette extérieure du Canada n'atteigne pas des niveaux particulièrement préoccupants, son récent rythme de croissance appelle la surveillance des décideurs. Cette surveillance est nécessaire même si la position extérieure nette est positive et que le compte courant revient en position d'excédent.

Le présent rapport analyse les flux financiers agrégés à l'échelle du pays. Il s'agit d'une simplification importante. Les décisions en matière d'épargne et d'investissement qui comptent pour la stabilité financière sont prises en définitive par les ménages, les entreprises et les différents ordres de gouvernement, et non par les pays eux-mêmes. Afin d'éviter les principaux pièges que comporte une telle analyse, nous nous sommes intéressés, dans ce rapport, aux flux bruts plutôt que nets, à la composition par monnaie de la position extérieure et à diverses décompositions par secteur. Pour analyser en profondeur les implications de la croissance de la position extérieure du Canada pour la stabilité financière, il faudra procéder à un examen plus détaillé de l'actif et du passif extérieurs.

Bibliographie

- Ahmed, S. et A. Zlate (2014). « Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? », *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, partie B, p. 221-248.
- Aoki, K., G. Benigno et N. Kiyotaki (2009). « Capital Flows and Asset Prices », *NBER International Seminar on Macroeconomics 2007*, p. 175-216.
- Avdjiev, S., S. Binder et R. Sousa (2017). « External Debt Composition and Domestic Credit Cycles », document de travail n° 627, Banque des Règlements Internationaux.
- Avdjiev, S., R. N. McCauley et H. S. Shin (2016). « Breaking Free of the Triple Coincidence in International Finance », *Economic Policy*, vol. 31, n° 87, p. 409-451.
- Bénétrix, A. S., P. R. Lane et J. C. Shambaugh (2015). « International Currency Exposures, Valuation Effects and the Global Financial Crisis », *Journal of International Economics*, vol. 96, supplément 1, p. 98-109.

- Bernanke, B. S., M. Gertler et S. Gilchrist (1999). « **The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework** », *Handbook of Macroeconomics*, sous la direction de J. B. Taylor et M. Woodford, 1^{re} éd., vol. 1, chap. 21, Amsterdam, North-Holland, p. 1341-1393.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce et S. L. Schmukler (2013). « Gross Capital Flows: Dynamics and Crises », *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n° 1, p. 113-133.
- Bruno, V., et H. S. Shin (2015). « Cross-Border Banking and Global Liquidity », *The Review of Economic Studies*, vol. 82, n° 2, p. 535-564.
- DBRS (2017). *Monthly Canadian Covered Bond Report*, février.
- Feunou, B., J.-S. Fontaine, J. Kyeong et J. Sierra (2015). *Foreign Flows and Their Effect on Government of Canada Yields*, note analytique du personnel n° 2015-1, Banque du Canada.
- Forbes, K., I. Hjortsoe et T. Nenova (2016). *Current Account Deficits During Heightened Risk: Menacing or Mitigating?*, document d'analyse n° 46, unité externe du Comité sur la politique monétaire, Banque d'Angleterre.
- Gourinchas, P. O., H. Rey et K. Truempler (2012). « The Financial Crisis and the Geography of Wealth Transfers », *Journal of International Economics*, vol. 88, n° 2, p. 266-283.
- Iacoviello, M. (2005). « **House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle** », *The American Economic Review*, vol. 95, n° 3, p. 739-764.
- Jara, A., et E. Olaberria (2013). *Are All Capital Inflows Associated with Booms in House Prices? An Empirical Evaluation*, document de travail n° 696, Banque centrale du Chili.
- Kim, S., et D. Y. Yang (2009). « Do Capital Inflows Matter to Asset Prices? The Case of Korea », *Asian Economic Journal*, vol. 23, n° 3, p. 323-348.
- Korinek, A. (2010). *Regulating Capital Flows to Emerging Markets: An Externality View*, document de travail, Université du Maryland.
- Krugman, P. (2000a). « Fire-Sale FDI », *Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence and Controversies*, sous la direction de S. Edwards, Chicago (Illinois), University of Chicago Press, p. 43-58.
- (2000b). « Crises: The Price of Globalization? », *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, actes d'un colloque sur les politiques économiques tenu par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), du 24 au 26 août, p. 75-106.
- Lane, P. R., et G. M. Milesi-Ferretti (2007). « The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004 », *Journal of International Economics*, vol. 73, n° 2, p. 223-250.
- Lane, T. (2016). *L'argent en mouvement : une perspective canadienne sur la mondialisation financière*, discours prononcé devant le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale, 16 novembre.

- Magud, N., et E. R. Vesperoni (2014). *Exchange Rate Flexibility and Credit During Capital Inflow Reversals: Purgatory... Not Paradise*, document de travail n° 14/61, Fonds monétaire international.
- Obstfeld, M. (2012). « Does the Current Account Still Matter? », *The American Economic Review*, vol. 102, n° 3, p. 1-23.
- Olaberria, E. (2012). *Capital Inflows and Booms in Assets Prices: Evidence from a Panel of Countries*, document de travail n° 675, Banque centrale du Chili.
- Pomorski, L., F. Rivadeneyra et E. Wolfe (2014). « Le dollar canadien comme monnaie de réserve », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 1-13.
- Reinhart, C. M., et V. Reinhart (2009). « [Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present](#) », *NBER International Seminar on Macroeconomics 2008*, Chicago (Illinois), University of Chicago Press, p. 9-62.
- Reinhart, C. M., et K. S. Rogoff (2009). « The Aftermath of Financial Crises », *The American Economic Review*, vol. 99, n° 2, p. 466-472.
- Shin, H. S. (2012). « Global Banking Glut and Loan Risk Premium », *IMF Economic Review*, vol. 60, n° 2, p. 155-192.
- Warnock, F. E., et V. C. Warnock (2009). « [International Capital Flows and U.S. Interest Rates](#) », *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n° 6, p. 903-919.